

## II PANELES

---

## DEUDA EXTERNA, MOVIMIENTO DE CAPITALES Y TASA TOBIN

---

## *De norte a sur: crisis de la deuda y planes de ajuste\**

Eric Toussaint\*\*

A partir de los años '80, la crisis del endeudamiento público tanto en los países del Tercer Mundo y del Este europeo como en los países industrializados ha sido utilizada para, en nombre del ajuste, imponer sistemáticamente políticas de austeridad. Acusando a sus predecesores de haber vivido por encima de sus posibilidades, recurriendo demasiado fácilmente a los préstamos, la mayoría de los gobiernos en funciones durante los años '80 han venido imponiendo progresivamente al gasto público, y en particular al social, un ajuste similar a como si se tratara de reducir un cinturón abrochándolo en dos o tres ojales menos.

En lo referente a los países del Tercer Mundo y del Este europeo, el formidable crecimiento de la deuda pública comenzó a fines de los '60 desembocando, a partir de 1982, en una crisis de pagos. Los principales responsables de este endeudamiento se encuentran en los países más industrializados: los bancos privados, el Banco Mundial y los gobiernos del norte, quienes prestaron literalmente a manos llenas centenares de millones de eurodólares y de petrodólares.

Con el objeto de colocar sus excedentes de capital y de mercaderías, los diferentes protagonistas del norte realizaron préstamos a muy bajas tasas de interés. De este modo la deuda pública de los países del Tercer Mundo y del Este euro-

---

\* Traducción Susana Merino.

\*\* Presidente del CADTM (Comité para la Anulación de la Deuda del Tercer Mundo), fue uno de los conferenciantes del Foro Social de Génova.

peo se multiplicó por doce entre 1968 y 1980. Se produjo también, durante la década del '70, un fuerte incremento del endeudamiento público en los países industrializados porque los gobiernos intentaron, al final de los “Gloriosos Treinta Años”, relanzar su maquinaria económica aplicando políticas keynesianas.

En los años 1979, 1980 y 1981, con la llegada al poder de Thatcher y Reagan, quienes aplican en gran escala las políticas soñadas por los neoliberales, se inicia un recorrido histórico durante el cual se aumentan fuertemente las tasas de interés. Este aumento obligó a los poderes públicos endeudados a transferir enormes montos a las instituciones financieras privadas. A partir de ese momento, el reembolso de la deuda pública, a escala planetaria, se transformó en un formidable mecanismo de succión de una parte de las riquezas generadas por los trabajadores asalariados y los pequeños productores en provecho del capital financiero.

Las políticas dictadas por los neoliberales constituyen, precisamente, una gran ofensiva del capital contra el trabajo. Para equilibrar sus cuentas, los poderes públicos endeudados han aceptado reducir los gastos sociales y de inversión y recurrir a nuevos préstamos para poder hacer frente al aumento de las tasas de interés: es el famoso efecto llamado “bola de nieve”, tal como se produjo en los cuatro puntos cardinales del planeta durante la década del '80. El efecto “bola de nieve” consiste en el aumento mecánico de la deuda ocasionado por el efecto combinado de las altas tasas de interés y de los necesarios nuevos préstamos destinados al pago de anteriores empréstitos.

Para reembolsar la deuda pública, los gobiernos comprimen especialmente los presupuestos fiscales cuyas estructuras han evolucionado regresivamente en el transcurso del decenio '80-'90. De modo que la parte de los ingresos fiscales procedente de los impuestos a los réditos del capital disminuye y se acrecienta en cambio, por una parte, la proporción de los ingresos provenientes de los impuestos al trabajo asalariado, y la de los consumos masivos a través de la generalización del IVA y el aumento de los impuestos, por la otra.

En síntesis, el estado les quita a los trabajadores y a los pobres para darles a los ricos (el capital). Es exactamente lo inverso de una política distributiva que debiera ser la principal preocupación de los poderes públicos.

La crisis de la deuda pública de los años '80 está íntimamente vinculada al proceso de desregulación que preside la mundialización liberal. En efecto, el colosal aumento del endeudamiento público desde fines de los '60 hasta comienzos de los '80 está estrechamente relacionado con el desarrollo del mercado de eurodólares que constituyó una de las primeras etapas del proceso de desregulación del sistema monetario internacional y de los mercados de cambios.

## **Los desafíos estratégicos del ajuste estructural en los países periféricos**

Las políticas de ajuste estructural comenzaron a aplicarse en los países de la periferia luego del estallido de la crisis de agosto de 1982. Constituyen, en realidad, bajo nuevas formas, una continuación de una ofensiva que debutó quince años antes. ¿De qué ofensiva se trata? Se trata de la respuesta ofrecida por los estrategas de los gobiernos del norte y de las instituciones financieras multilaterales que están a su servicio, comenzando por el Banco Mundial, ante la pérdida de control sobre una creciente parte de la periferia. Entre los años '40 y '60 se suceden las independencias asiáticas y africanas, se extiende el bloque del Este europeo, triunfan las revoluciones china, cubana y argelina, se desarrollan las políticas populistas y nacionalistas en regímenes capitalistas de la periferia (desde el peronismo argentino hasta el partido del Congreso de Nehru, pasando por el nacionalismo nasserista). En el nivel internacional se desarrollan desordenadamente nuevos movimientos y organizaciones que se convierten en peligrosos para la dominación de las principales potencias capitalistas.

Los masivos préstamos otorgados a un creciente número de países de la periferia, a partir de la segunda mitad de los '60, comenzando por los aliados estratégicos (el Congo de Mobutu, la Indonesia de Suharto, el Brasil de la dictadura militar...) y llegando hasta países como Yugoslavia y México, constituyen el lubricante de un poderoso mecanismo de recuperación del control. Se trata de estimular, mediante préstamos focalizados (abandono de políticas nacionalistas) una mejor conexión entre las economías de la periferia y el mercado mundial dominado por el centro. Se trata, igualmente, de asegurar a las economías centrales el aprovisionamiento de materias primas y de combustibles. Al incentivar progresivamente la competencia entre los países de la periferia y al estimular el fortalecimiento del modelo exportador, se buscaba hacer bajar los precios de los productos que éstos exportan para bajar los precios de producción en el norte (aumentando así el porcentaje de ganancias). Se trataba, en definitiva, en el contexto de la expansión de las luchas emancipadoras de los pueblos y de la guerra fría con el bloque del Este, de fortalecer la zona de influencia de los principales países capitalistas.

Si no fuera posible afirmar que hubo por parte de la banca privada, del Banco Mundial y de los gobiernos del norte la puesta en marcha de un complot, no queda más que analizar las políticas seguidas por el Banco Mundial y por los principales gobiernos de los países industrializados en materia de préstamos a la periferia, para advertir que no estaban desprovistos de ambiciones estratégicas.

La crisis que estalla en 1982 fue el resultado combinado de una baja de los precios de los productos exportados por los países de la periferia hacia el mercado mundial y de la explosión de las tasas de interés. De un día para otro es preciso

reembolsar más con ingresos en disminución. De allí el estrangulamiento. Los países endeudados anuncian que enfrentan dificultades de pago. Los bancos privados del centro rechazan inmediatamente la posibilidad de otorgar nuevos préstamos y exigen que se les reembolsen los anteriores. El FMI y los principales países capitalistas industrializados proporcionan nuevos préstamos para permitir a los bancos privados recuperar sus aportes e impedir una sucesión de quiebras bancarias.

Desde ese momento el FMI, apoyado por el Banco Mundial, impone planes de ajuste estructural. Un país endeudado que rechaza realizar el ajuste estructural se ve amenazado de no recibir más préstamos del FMI y de los gobiernos del norte. Se puede afirmar sin riesgo a equivocarse que tuvieron razón quienes propusieron en 1982 a los países de la periferia suspender el reembolso de sus deudas y conformar un frente de países deudores. Si los países del sur hubieran conformado dicho frente, hubieran estado en condiciones de imponer sus condiciones a los acorralados acreedores.

Al elegir la vía de los reembolsos, bajo las horcas caudinas del FMI, los países endeudados han transferido al capital financiero del norte el equivalente a varios planes Marshall. Las políticas de ajuste han significado el progresivo abandono de elementos clave de la soberanía nacional, lo que ha desembocado en una acrecentada dependencia de los países involucrados con relación a los países más industrializados y sus multinacionales. Ninguno de los países que aplicaron el ajuste estructural ha podido sostener de manera duradera una tasa de crecimiento elevada. En todas partes han aumentado las desigualdades sociales, ninguno de los países “ajustados” ha sido excepción. Los nuevos préstamos otorgados por el FMI a partir de 1982 persiguen tres objetivos: 1) favorecer las reformas estructurales que impone el ajuste; 2) asegurar el reembolso de la deuda contraída; y 3) permitir progresivamente el acceso de los países endeudados a los préstamos privados a través de los mercados financieros.

### **¿En qué consiste el ajuste?**

El ajuste estructural comprende dos grandes tipos de medidas. Las primeras a aplicar son las medidas de “shock” (generalmente, devaluación de la moneda y alza de las tasas de interés en el orden interno del país considerado). Las segundas son las reformas estructurales (privatizaciones, reforma fiscal, etc.).

La devaluación impuesta por el FMI ha llegado a tasas de 40% a 50%. Tien- de a hacer más competitivas las exportaciones del país considerado de manera de aumentar las entradas de divisas necesarias para el reembolso de la deuda. Otra de las ventajas (no despreciable si uno se ubica en el punto de vista del FMI y de los países más industrializados) es la disminución de los precios de los productos exportados por el sur.

Efectos negativos: una explosión de los precios de los productos importados en el mercado interno, lo que no hace sino deprimir la producción interna porque los costos de producción aumentan tanto en la agricultura como en la industria y en el artesanado (ya que incorporan muchos insumos importados como resultado del abandono de las políticas “autocentradas”), mientras que la capacidad adquisitiva de los consumidores se estanca (el FMI prohíbe toda indexación de los salarios). La devaluación implica un aumento de la desigualdad en la distribución de los ingresos porque los capitalistas, al disponer de liquidez, han tomado la precaución de comprar divisas extranjeras. En el caso de una devaluación del 50%, el valor de su liquidez se duplica.

Por otra parte, una política de elevadas tasas de interés no hace sino acrecentar la recesión interna (el campesino o el artesano que debe endeudarse para comprar los insumos necesarios para su producción, duda en hacerlo o reduce su producción por falta de recursos) y prosperar al capital rentable. El FMI justifica estas elevadas tasas de interés afirmando que servirán para atraer a los capitales extranjeros que el país necesita. En la práctica, los capitales atraídos por las altas tasas de interés son volátiles y al menor problema o ante una mejor perspectiva de beneficio, remontan otros cielos.

Otras medidas específicas de ajuste para los países de la periferia son: la supresión de los subsidios a ciertos bienes y servicios de base y la contrarreforma agraria. En la mayor parte de los países del Tercer Mundo, se subvencionan los alimentos básicos (el pan, la tortilla, el arroz, etc.) para impedir grandes subas de precios. Similar suele ser la situación del transporte colectivo, el agua, la electricidad. El FMI y el Banco Mundial exigen sistemáticamente la supresión de tales subsidios. Esto implica el empobrecimiento de los más pobres y a veces las reacciones de los hambrientos.

En cuanto a la propiedad de la tierra, el FMI y el Banco Mundial han lanzado una ofensiva de largo aliento que tiende a hacer desaparecer toda forma de propiedad comunitaria. Ya han obtenido la modificación de un artículo de la Constitución mexicana que protegía los bienes comunales (denominados “ejidos”). Una de las grandes canteras en las que trabajan estas dos instituciones es la de la privatización de las tierras comunales o estatales en el África subsahariana.

## **Medidas de ajuste comunes al norte y al sur**

La reducción del papel público en la economía, la disminución de los gastos sociales, las privatizaciones, la reforma fiscal favorable al capital, la desregulación del mercado laboral, el abandono de aspectos fundamentales de la soberanía de los estados, la supresión de los controles de cambio, la incentivación del ahorro jubilatorio por capitalización, la desregulación de los intercambios comercia-

les, el impulso a las operaciones bursátiles... todas estas medidas son aplicadas, en dosis variables según la relación de fuerzas sociales, en todo el mundo. Lo que impacta es que desde Mali hasta Inglaterra, desde Canadá hasta el Brasil, de Francia a Tailandia, de Estados Unidos a Rusia, se comprueban profundas similitudes y una singular complementariedad entre las políticas llamadas “de ajuste estructural” en la periferia, y las bautizadas como de “saneamiento”, “austeridad” o “convergencia” en los países del centro.

En todas partes la crisis de la deuda pública ha servido de pretexto para lanzar tales políticas. En todas partes el reembolso de la deuda pública constituye un engranaje infernal de transferencia de riquezas en provecho de los dueños de los capitales.

Los planes de ajuste estructural y otros planes de austeridad constituyen una máquina de guerra cuyo objetivo es destruir todos los mecanismos de solidaridad colectiva (desde los bienes comunitarios hasta los sistemas de jubilación por reparto), y someter a todas las esferas de la vida humana a la lógica mercantil.

El sentido profundo de las políticas de ajuste estructural es la supresión sistemática de todas las barreras históricas y sociales al libre desplazamiento del capital para permitirle lograr la concreción de su lógica de provecho inmediato cualesquiera fuesen los costos humanos o ambientales.

Es necesario romper con esta lógica, abandonar las políticas de ajuste estructural cualquiera fuere el lugar en que se aplican y reconstruir un conjunto de mecanismos de control del capital de modo de otorgar prioridad a la humanidad. De allí la importancia de crear colectivamente, gracias a la solidaridad norte/sur, este/oeste, nuevas redes de lucha ciudadana. Las múltiples resistencias de las que se hace eco este libro, pueden desembocar en un nuevo y emancipador proyecto.



## ***Riesgo y regulación en el mercado financiero internacional***

**Julio Sevares\***

*...Cuando un solo vehículo tiene un accidente en la curva de una carretera podrían extraerse algunas conclusiones sobre el conductor o su automóvil. Pero cuando en una misma curva se producen accidentes prácticamente todos los días, la conclusión es distinta: es probable que la causa sea la carretera. El hecho mismo de que un número tan grande de países haya sufrido esta crisis y haya necesitado importantes medidas oficiales de rescate permite pensar que hay algunas deficiencias sistémicas fundamentales...*

Joseph Stiglitz (prólogo a Banco Mundial, 1998[b])

*...Sin cierto grado de involucramiento oficial contra el riesgo sistémico, los participantes privados en el mercado pueden colectivamente carecer del interés o la habilidad para adoptar niveles óptimos de riesgo financiero...*

FMI (1999[a]: 135)

*...Nosotros todavía no entendemos completamente la dinámica del nuevo sistema...*

Alan Greenspan (citado en FMI, 1999[a]: 146)

**E**n las últimas tres décadas el aumento en la volatilidad de los capitales y la especulación han contribuido a incrementar el riesgo y la incertidumbre en el sistema financiero internacional y la vulnerabilidad externa de las economías de menor desarrollo. Entre los principales orígenes de este fenómeno se cuentan la fluctuación de los tipos de cambio, la liberalización de los movimientos de capital y de los sistemas financieros, los cambios en las instituciones y las formas de operación de los agentes del sistema. La transformación de las operatorias fue vehiculizada por el desarrollo de las tecnologías de información y procesamiento que facilitan los movimientos de capital.

Las nuevas condiciones del mercado financiero dieron lugar a una sucesión de crisis financieras en la periferia y en el centro del sistema que generan una creciente preocupación de gobiernos y organismos financieros. Como respuesta a esta si-

---

\* Economista. Investigador del CENES, FCE, UBA. Periodista.

tuación, se han puesto en marcha algunos instrumentos de control y regulación, pero de alcance reducido con relación a la magnitud de los problemas planteados.

Más aún, los propios supervisores y reguladores internacionales reconocen que el sistema financiero evoluciona a un ritmo que les impide, incluso, comprender adecuadamente la magnitud de las operaciones que se realizan y de los riesgos que comportan. Por otra parte, el mundo financiero resiste, y con éxito, los proyectos de regulación capaces de reducir su capacidad de acción y de obtener beneficios.

De este modo se crea y se tolera un ambiente propicio para la crisis permanente, que tiene costos de dos tipos: *ex-ante*, el costo de la incertidumbre que incrementa los costos de financiamiento y estimula la adopción de medidas cautelares de carácter restrictivo, especialmente en los eslabones más débiles de la globalización. *Ex-post*, porque los países deben destinar recursos crecientes a los programas de rescate financiero y social.

La mayor parte de los flujos y de las operaciones involucra a los países centrales pero los capitales se dirigen también a las periferias cuando las condiciones son relativamente más atractivas, dando lugar a fuertes ingresos y salidas de capital. La abundancia de la oferta mejora las condiciones de financiamiento de la inversión pero también de burbujas especulativas. El reflujo desestabiliza a las monedas, a los sistemas financieros y productivos, y tiene fuertes costos sociales.

En este artículo, en una primera parte, se analizan algunas características del mercado, conductas de los operadores que generan riesgos sistémicos y razones de los déficits de regulación. En la segunda parte se consideran algunos impactos del mercado financiero internacional sobre las economías periféricas y la responsabilidad de los gobiernos locales en la generación de la vulnerabilidad y de la crisis.

## **Nuevas fuentes de liquidez y de especulación**

En las últimas décadas aparecieron nuevos actores y nuevas situaciones en el mercado financiero internacional:

- Las instituciones bancarias se transformaron incurriendo en operaciones no tradicionales, y se desarrollaron nuevas instituciones de financiamiento de corto y largo plazo.
- Esto se reflejó en la aparición de nuevas formas de liquidez. Se redujo la participación de los préstamos bancarios tradicionales y aumentó el financiamiento a través de bonos. También se desarrollaron y crearon instrumentos financieros destinados a especular con los tipos de cambio, las tasas de interés o las cotizaciones de los bonos (derivados). Estas especulaciones se realizan no sólo con fondos propios sino también con créditos o comprometiendo sólo una parte del total de la operación involucrada, lo que permite ampliar su magnitud y su nivel de

riesgo. Una medida de las fuentes de liquidez la ofrece la OCDE (2000). Según ese organismo, en los nueve países más desarrollados los depósitos bancarios aumentaron del 54% del PBI en 1985 al 56% en 1997, mientras que los activos de los inversores institucionales pasaron del 73% al 145% del PBI. Dentro de este grupo las compañías de seguros y los fondos de pensión aumentaron al mismo paso mientras que las compañías de inversión crecieron más rápidamente.

- Como consecuencia de estas transformaciones, en primer lugar aumentó no sólo la masa de liquidez disponible sino también la velocidad de circulación del dinero internacional y la posibilidad de endeudamiento público y privado.
- En segundo lugar, el sistema se tornó más inestable, propenso a la crisis y amenazante para las economías menores abiertas. En estas condiciones, la propensión a la crisis se transformó en una característica inherente al sistema.
- Hufbauer y Wada (1999) contabilizan 64 crisis bancarias, 79 crisis cambiarias y 35 programas de ayuda del FMI entre 1970 y 1998; Kaminsky y Reinhart (1996) cuentan 25 crisis de balanza de pagos y 3 crisis bancarias entre 1970 y 1979, y 46 crisis de balanza de pagos y 22 bancarias entre 1980 y 1995. El promedio anual de crisis de balanza aumenta de 2,5 a 2,9 entre ambos períodos, y el de crisis bancarias de 0,3 a 1,4. El Council on Foreign Relations Task Force (1999) contabiliza que en los últimos veinte años más de 125 países experimentaron al menos una serie de graves problemas bancarios.

### **Las preocupaciones y las propuestas de reforma**

La sucesión de crisis financieras, la caída de países considerados exitosos, como varios asiáticos, y finalmente la crisis de uno de los principales fondos de inversión de los Estados Unidos, extendió la preocupación por la estabilidad del sistema y por la calidad de las estrategias de los organismos financieros internacionales, en particular la del FMI.

Inclusive el FMI reconoce el peligro: "...Las tres líneas de defensa contra el riesgo sistémico –disciplina del mercado, supervisión prudencial y regulación y supervisión macro-prudencial– se demostraron inadecuadas para evitar el crecimiento de las vulnerabilidades durante los dos años precedentes (a la crisis asiática)..." (1999[a]: 118). A partir de la crisis asiática también fue puesta en cuestión, desde el centro académico y financiero, la estrategia de intervención del FMI.

El Banco Mundial (1998[b]) cuestionó las respuestas del FMI ante la crisis, sosteniendo que las políticas adoptadas inicialmente quizá no llegaron a reconocer con la debida rapidez los costos que implicaba el agravamiento de la inversión de la coyuntura en un momento en que los bancos y las empresas privadas se encontraban en una situación difícil, disminuía la demanda y el capital estaba abandonando aquellos países.

### **Los bancos, tomadores de riesgo**

Los operadores especuladores y los mercados de bonos de corto plazo se convirtieron en los villanos del mundo financiero por sucesos como la especulación de Soros contra la libra esterlina en 1992, el precipitado retiro de tenedores de bonos en México en 1995 y los ataques especulativos contra monedas asiáticas en 1997. Pero los bancos, a pesar de las regulaciones a que están sujetos y a la imagen de mayor seriedad y aversión al riesgo que tratan de mostrar, también participan activamente en operaciones riesgosas. Por eso, Baily et al (2000) sostienen que en los países emergentes la volatilidad no se debe tanto a los *hedge funds* sino a los préstamos interbancarios de corto plazo. Antes de la crisis asiática, más del 55% de los préstamos externos de los bancos eran de corto plazo, con vencimientos menores a un año. Esas proporciones son mayores en los mercados emergentes. Por otra parte, los activos de los fondos de cobertura son mucho menores que los de otros actores financieros: reúnen 1 billón de dólares contra los 25 billones de los fondos de pensión y las compañías de seguro.

Los bancos comenzaron a incurrir en estrategias de préstamo más riesgosas y en operativas no tradicionales de mayor riesgo por varias razones. El aumento de la inflación en los países industriales en los años '70 redujo los rendimientos proporcionados por los depósitos bancarios que en los mercados de países centrales estaban sometidos a topes en las tasas de interés. Esto produjo un drenaje de recursos de los bancos y alimentó los mercados extrabancarios. Los bancos reaccionaron ofreciendo nuevas formas de depósitos y presionando por cambios en las regulaciones. A su vez, la liberalización del sistema financiero aumenta la competencia, reduciendo los beneficios actuales y los retornos esperados. Esto indujo a los bancos a hacer préstamos menos seguros pero más rentables y a buscar beneficios en operaciones no tradicionales (Hellmann et al, 2000).

La disposición a conquistar mercados emergentes aceptando riesgos elevados quedó de manifiesto en la generación del endeudamiento de los años '70, mayormente originado en créditos bancarios, buena parte de los cuales se concedieron sin tener en cuenta el deterioro en la solvencia de los prestatarios. Sostiene Mistry que "...la crisis de la deuda soberana de los '80 fue gatillada por el instinto de manada de los bancos comerciales globales, que compitieron para otorgar préstamos sindicados en volúmenes más grandes que la capacidad digestiva y la confiabilidad de los países en desarrollo podía absorber..." (1998: 87). En los '90 la mayor parte del financiamiento recibido por los países asiáticos que entraron en crisis en 1997 provino de bancos, en primer lugar, japoneses. A su vez, una porción también relevante de los fondos externos era tomada por bancos locales tanto privados como estatales<sup>1</sup>.

La participación de los bancos en el financiamiento no puede medirse sólo por los préstamos tradicionales que realizan, ya que los bancos son habituales compradores de bonos colocados por gobiernos o empresas. En Brasil, el gobier-

no financió el desmesurado aumento del déficit fiscal que condujo a la crisis y la devaluación de 1999, colocando bonos a elevados intereses, que eran absorbidos por los bancos locales. En rigor, la irresponsabilidad fiscal del gobierno se convirtió en un excelente negocio para los bancos brasileños.

El aumento del riesgo en las operaciones bancarias es reconocido por el FMI: “...Los supervisores (de los sistemas financieros) comenzaron a monitorear a los grandes bancos más de cerca y se aceleraron los esfuerzos para actualizar los requisitos prudenciales internacionales. El movimiento hacia un monitoreo más cercano de las actividades de los bancos y hacia una mayor apertura de la información parece reflejar el reconocimiento de que si los bancos comerciales aumentaron su confianza en beneficios provenientes de transacciones (incluyendo los de transacciones de propiedades) y de apalancamiento (incluyendo derivados y securitización de préstamos y créditos comerciales), pueden haber aumentado los riesgos sistémicos. En los Estados Unidos el cambio también parece haber sido motivado por la cambiante naturaleza de la industria debido a las numerosas fusiones entre los principales bancos...” (1999[a]: 49).

Otro problema del sistema bancario es la red de préstamos interbancarios (Eichengreen, 1999). El propósito de los préstamos interbancarios es distribuir liquidez de corto plazo en forma inmediata, lo cual está destinado a solucionar problemas de entidades. Una consecuencia de esa red es que contribuye a evitar aumentos en las diferencias de tasas de interés entre mercados que podrían generar movimientos de capitales. Pero, por otra parte, la existencia de la red de préstamos bancarios permite que la quiebra de un punto de la misma se transmita al resto. Según Alan Greenspan (citado por Eichengreen) “...los préstamos interbancarios son el talón de Aquiles del sistema financiero internacional...” (1999).

### **Apalancamiento, una usina de riesgo**

Una de las características más riesgosas del mercado es la difusión de operaciones basadas en el apalancamiento (*leverage*) y en el creciente uso que hacen las instituciones de esa herramienta. El apalancamiento consiste en hacer operaciones, generalmente, de alto riesgo y/o corto plazo con fondos prestados. El apalancamiento es utilizado para financiar compras hostiles de empresas (no acordadas con los accionistas propietarios) o hacer operaciones a futuro sobre tipos de cambio, tasas de intereses o cotizaciones de *commodities*. Este tipo de operaciones tuvo, en los últimos años, un enorme crecimiento. Según el FMI (1999[a]) entre 1986 y 1998 los montos negociados en derivados aumentaron un 2.100%. Casi la mitad de los contratos corresponden a operaciones de futuros sobre tasas de interés. La toma de capital ajeno aumenta la capacidad de los inversores y el riesgo de las operaciones porque un resultado adverso puede comprometer la estabilidad de la institución que hizo la operación o del aportante de capital.

El peligro en realidad es mayor cuando los operadores no sólo invierten capital ajeno sino también capital propio, lo cual aumenta el riesgo de quiebra de la institución.

En los años previos a la crisis bursátil de 1929 se desarrolló una forma común de apalancamiento: en el momento de alza, atraídos por las expectativas de ganancias, los inversores compraban acciones tomando crédito bancario. En consecuencia, la caída de las cotizaciones afectó a muchos bancos que habían prestado abundantemente para ese tipo de operaciones. Como respuesta, el gobierno estableció la ley Glass-Steagall que separó las actividades de banco comercial de las de banco de inversión. La separación de estas actividades se está diluyendo por el interés de los bancos en incrementar su participación en los rentables negocios no bancarios.

El FMI reconoce que un elevado nivel de apalancamiento puede provocar el aumento de las vulnerabilidades en cada nivel del sistema financiero. Al nivel de firma individual, si bien el apalancamiento aumenta los beneficios de los títulos cuando los precios se mueven en la dirección favorable, también magnifica las pérdidas cuando los precios se mueven contra la posición de la firma. “...Esta magnificación de las pérdidas incrementa el riesgo de la solvencia de la firma y el riesgo de que la firma se enfrente a la necesidad de aumentar sus márgenes de solvencia y, por lo tanto, de forzar a la liquidación de los títulos que posee cuando se producen movimientos adversos de los precios...” (FMI, 1999[a]: 129).

El riesgo de las firmas deriva en riesgos sistémicos. Continúa el FMI: “...En algunas circunstancias, el riesgo de disrupciones de mercado provenientes del elevado apalancamiento puede alcanzar proporciones sistémicas si el apalancamiento creció en varios mercados simultáneamente o a través de mercados que están ligados por el mismo apalancamiento, estrategias de inversión a través de diferentes mercados (*cross-market investments*) seguidas por agentes claves del mercado, o si el apalancamiento causa el riesgo de insolvencia en una masa crítica de instituciones sistémicamente importantes...” (1999[a]: 130). El organismo considera que los altos niveles de apalancamiento pueden estar creando sistemas financieros capaces de cometer errores más costosos durante los períodos de euforia (exacerbando el boom) y pueden magnificar las consecuencias adversas de un shock negativo o de un aumento de los riesgos.

El factor más importante en generar grandes reacciones a partir de un hecho singular (como el default de Rusia en 1998) fue el apalancamiento. En ese momento (setiembre y principios de octubre de 1998) los operadores vendieron aceleradamente sus posiciones para reducir sus riesgos ante la eventualidad de una continuidad en la caída de los bonos y en la de la rentabilidad de operaciones de futuro realizadas con sólo una reducida proporción de capital propio. En definitiva “...La acumulación de apalancamiento insostenible puede, en circunstancias extremas, transformar el sistema financiero en temporalmente ineficiente e inestable...” (FMI, 1999[a]: 130).

Se sabe que el apalancamiento aumentó mucho en los últimos años, pero se desconoce cuál es su magnitud real. Esto significa que no se conoce el grado de riesgo y vulnerabilidad que está provocando. Las “...incertidumbres acerca del nivel de apalancamiento en el sistema financiero global complican una evaluación más amplia del riesgo. Como demostró la turbulencia, el apalancamiento puede magnificar pequeñas perturbaciones y propagarlas a través de los mercados de un modo impredecible. (...) Si hay un apalancamiento sustancial en el sistema, una corrección (N. del A.: eufemismo habitualmente utilizado en lugar de caída o crack) en el mercado de valores de los Estados Unidos podría dar lugar a correcciones en mercados financieros afuera de ese país, lo cual podría entonces volverse contra los mercados estadounidenses. Es difícil calcular qué tan lejos puede ir un ajuste de esa clase...” (FMI, 1999[a]: 55).

Al no existir una medida clara de cuánto es el apalancamiento, tampoco puede haber una propuesta o una estrategia adecuadas para, cuando menos, prevenir sus posibles consecuencias. Sostiene el FMI que “...desde una perspectiva de política pública, una preocupación clave es cuando existe un insostenible grado de apalancamiento acumulado en el sistema financiero internacional, con algunos tempranos signos de alerta, pero sin suficiente acción curativa...” (1999[a]: 130).

### **Problemas para evaluar el riesgo**

Una de las razones del aumento del riesgo es que la complejidad de las operaciones dificulta las evaluaciones de riesgo de las firmas y la capacidad de los reguladores para monitorearlas. Según el FMI “...Debido a la naturaleza compleja de las finanzas modernas, los requerimientos de información para determinar los perfiles de riesgo de las instituciones financieras son desafíos para aquellos dentro de las instituciones y para los accionistas. En un ambiente en el cual los riesgos pueden estar incorporados en los títulos, no es un asunto simple para el administrador de una institución financiera obtener una medida adecuada de la exposición al riesgo de la institución...” (1990[a]: 133).

La complejidad del sistema dificulta, también, la evaluación del riesgo por parte de las firmas. Para el organismo, los análisis de riesgo se hacen sobre la base de modelos que no necesariamente proveen un conocimiento suficiente de los riesgos asumidos. Por eso, “...que la turbulencia parezca haber sido largamente imprevista sugiere que la administración de riesgo y el sistema de comprobación de tensiones pueden haber estado prediciendo sobre información insuficiente y una visión incompleta sobre la dinámica del mercado y sobre las posibles repercusiones del mercado provenientes de shocks económicos y financieros. (...) El sistema puede haber no tomado en cuenta completamente el avance de la innovación financiera y el impacto del crecientemente ampliado uso de los derivados en la dinámica del mercado y en los vínculos entre los mercados. Por ejemplo, has-

ta hace poco, muchas instituciones financieras mantenían departamentos de mercado y riesgo crediticio separados, con la consecuencia de que las posiciones que eran beneficiosas por los movimientos de precios se convertían en no beneficiosas por impacto en la solvencia de la contrapartida...” (1990[a]: 134).

Un ex-asociado de la Long-Term Capital Management explica que los programas de estimación de riesgo que comenzaron a utilizarse en los últimos años están capacitados para evaluar los riesgos de muy corto plazo y no son útiles para reducir los riesgos de las firmas. Esto se debe en parte a que los modelos se basan en la experiencia pasada y asumen que los movimientos futuros en los factores de riesgo serán similares a los del pasado. Cuando se producen variaciones muy fuertes en las cotizaciones de bonos y acciones, los modelos llevan a la venta de activos para mejorar la cobertura de liquidez que potencia la caída de los mercados y pueden incluso aumentar la vulnerabilidad de las firmas (Scholes, 2000). La crisis de la LTCM se debió, precisamente, a que sus modelos de riesgo no contemplaban una caída de las cotizaciones de los bonos tan importante como la que se produjo a partir de la crisis de Rusia, a pesar de que las tenencias de bonos rusos de la firma eran muy reducidas.

Según el FMI (1999[a]) los modelos de administración de riesgo modernos tienen dos limitaciones significativas: se apoyan en los datos y en las relaciones históricas, lo que puede subestimar la situación de los eventos futuros, y frecuentemente involucran la asunción de los procesos estables que generan precios de mercado. Pero los eventos recientes han demostrado, sostiene el FMI, que los “sucesos raros” pueden ocurrir más frecuentemente de lo esperado, que las correlaciones pueden aumentar y cambiar de signo durante períodos de extrema turbulencia, y que la volatilidad de los mercados puede incrementarse rápidamente.

En segundo término, la modelación de los riesgos no vinculados directamente al mercado, como los riesgos de crédito y de liquidez, son desafíos aún para las más sofisticadas instituciones. La evaluación del riesgo crediticio es difícil porque las quiebras de deudores son raras y porque los riesgos de quiebra se desarrollan en forma complicada. No obstante, la mayor parte del riesgo de los balances consiste en riesgo crediticio y, las pérdidas por créditos han sido y todavía son las fuentes claves de riesgo.

Más atrasada está la modelación de crisis de liquidez. Un problema en este sentido es que los modelos de riesgos generalmente asumen que la liquidez del mercado se mantendrá mientras que en las turbulencias la liquidez se reduce. La reducción de liquidez puede haber sido, precisamente, responsable de algunas de las caídas de precios de activos que se produjeron en las últimas crisis. A su vez, el BIS (1999) afirma que, dada la expansión de las transacciones a través de las fronteras, los criterios de evaluación de riesgo están cambiando. Tradicionalmente se tomaba en cuenta la capacidad de un gobierno para pagar su deuda externa (*sovereign risk*) y para proveer las divisas necesarias para que los deudores privados pagaran la suya (*transfer risk*).



Esos conceptos fueron los utilizados para determinar el riesgo durante la crisis de la deuda externa latinoamericana en los '80 y durante la crisis mexicana de 1994, porque la mayor exposición de los bancos del G10 era de naturaleza soberana (N. del A.: los redactores del informe seguramente consideran que, además de la deuda pública, específicamente soberana, existía la certidumbre o la fuerte presunción de que los gobiernos responderían por la deuda externa privada, como efectivamente sucedió en el caso de la Argentina). Pero la expansión de las transacciones con corporaciones privadas llevó a los bancos a incorporar al concepto de riesgo-país las condiciones económicas de un país que pueden provocar la quiebra del sector privado. Efectivamente, en el caso de Asia, la mayor parte de los créditos fueron tomados por bancos y empresas que trabajaban en mercados menos promisorios.

Otra lección derivada de las últimas turbulencias fue la importancia de la interrelación entre el riesgo de mercado y el riesgo crediticio de las transacciones con derivados de los países emergentes. Análisis de los *ratings* de las dos mayores agencias (Moody's y S&P) muestran que seis factores explican más del 90% de la variación de los *ratings* de crédito: ingreso per cápita, crecimiento del PBI, inflación, deuda externa, nivel de desarrollo económico e historia de cesaciones de pagos. Pero la crisis asiática los llevó a incluir o a dar más importancia en su evaluación de riesgo a factores como la debilidad de los sistemas bancarios, la calidad de la supervisión bancaria, la vulnerabilidad a crisis de liquidez debida a la concentración en deuda de corto plazo en prestatarios que de otro modo serían solventes, las tensiones que se producen en una crisis cuando no se conoce bien la información o hay poca transparencia, y la probabilidad de contagio de otros países. Los desarrollos tecnológicos en la operatoria del sistema pueden generar, también, nuevas formas de riesgos. Los programas de computación que administran automáticamente las carteras contienen órdenes de comprar o de vender cuando los precios de las acciones o los bonos llegan a determinados niveles, o de abandonar el mercado cuando aumentan la volatilidad y los riesgos implícitos en cualquier operación.

Según el FMI cuando esos métodos son muy difundidos pueden gatillar automáticamente muchas órdenes de venta simultáneas cuando hay una tendencia a la baja de los precios o en momentos de alta volatilidad, y acentuar las caídas de precios, como sucedió durante la caída de la bolsa de Nueva York en 1987. En resumen, sostiene el Fondo que "...Los componentes de riesgo que en circunstancias normales están aislados pueden confundirse, y los sistemas de administración de riesgo pueden desplomarse..." (1999[a]: 125).

### **Monitoreo externo**

La disciplina interna de las instituciones es mantenida por diversos elementos que incluyen: la disciplina del mercado, las disposiciones de los dueños de las ins-

tituciones, la vigilancia de sus prestamistas y socios, y los supervisores oficiales. Pero aunque los observadores externos tengan toda la información sobre la firma, puede no haber fuertes incentivos para monitorear de cerca los riesgos que ella toma. Sostiene el FMI que “...el monitoreo externo es posiblemente inadecuado por la altamente compleja naturaleza de la institución financiera moderna, la opacidad de sus posiciones de inversión para los que no pertenecen a ella, la naturaleza de las presiones de competitividad, y los problemas de *free-rider* que son inherentes en las relaciones y asociaciones financieras muy dispersas...” (1990[a]: 134).

Las dificultades para comprender y regular el sistema surgen, en parte, de que “...las instituciones financieras tienen ventajas sobre los reguladores. La competencia empuja a las firmas a crear nuevos productos financieros utilizando tecnologías financieras e informática de punta, y ellos tienen más conocimiento sobre su propia posición y estrategia de comercio que sus supervisores. En esencia, hay asimetrías entre los reguladores y los regulados en el entendimiento de los cambios en el negocio financiero y en la aplicación de nuevas tecnologías financieras y de información...” (FMI, 1990[a]: 147). Por ejemplo, aunque los derivados son una causa generalizada de temor, “...nadie tiene una visión comprehensiva de las posiciones acumuladas en los mercados de derivados o de los créditos con que esas posiciones son apalancadas...” (FMI, 1990[a]: 149).

La insuficiencia de los sistemas de regulación se debe, según el FMI, a que los sistemas de prevención de riesgo fueron montados en décadas pasadas teniendo en cuenta que el sistema se basaba en instituciones financieras nacionales. Pero en la actualidad los mercados financieros son globales e integrados. Considera el FMI que “...Las prácticas financieras privadas pueden estar cambiando más rápidamente y dinámicamente que la posibilidad de los supervisores y el sistema de regulación de adaptarse para monitorearlos. Del mismo modo, debido a las diferencias en recursos e incentivos, la habilidad del sector privado para capturar las ganancias de los cambios tecnológicos pueden haber excedido la capacidad de los oficiales para aprender cómo esas tecnologías puede ser aplicadas a la medición, calibración y administración del riesgo sistémico. Como señaló un ex-regulador, la relación de los supervisores y las instituciones financieras es la de un sabueso persiguiendo a un galgo: los reguladores tienen problema en mantener el ritmo ante la habilidad de las instituciones financieras activas internacionalmente, y la brecha entre ambas puede, por lo tanto, estar ampliándose...” (FMI, 1990[a]: 137). Por eso, concluye el organismo, aunque existe una multitud de organismos nacionales e internacionales que monitorean regularmente la estabilidad del sistema financiero, ninguno tiene la cantidad de información ni la capacidad para establecer la evolución de los riesgos en forma total.

También se plantean problemas porque el diseño de las regulaciones puede dar lugar a respuestas diferentes de las buscadas. Las regulaciones bancarias, que generalmente siguen los criterios acordados en el Bank of International Settle-

ments (BIS), están destinadas a garantizar la solvencia de los bancos y a desestimar conductas riesgosas. Pero el diseño de las propias regulaciones contribuiría a promover cierto tipo de préstamos de mayor riesgo. El Acuerdo de Basilea de 1988 está basado en mediciones muy crudas del riesgo económico al permitir el arbitraje regulatorio entre el verdadero riesgo económico de un activo y la aplicación de la ponderación de riesgo, y al no proveer incentivos para la aplicación de técnicas destinadas a mitigar riesgos. Las provisiones para deuda soberana establecidas por el BIS son menores que las que deben mantenerse para préstamos al sector privado, y por eso estimulan a los bancos a prestar a los países emergentes en lugar de a las corporaciones más estables.

Según Stiglitz (1999) los estándares de categorización de riesgo crediticio del BIS desestiman el riesgo del endeudamiento en los mercados internos (fenómeno que tuvo una fuerte importancia en la generación de las crisis de México en 1995 y de Brasil en 1999) que estimula el endeudamiento de corto plazo al catalogar como más riesgosos los préstamos a largo plazo (el auge de endeudamiento de corto plazo fue, a su vez, uno de los elementos que contribuyó a reducir rápidamente la liquidez en las economías asiáticas en crisis). Además, para cumplir las regulaciones del BIS, cuando aumenta el riesgo de un prestatario el banco debe aumentar sus provisiones o reducir los préstamos al deudor riesgoso. Generalmente adoptan esta alternativa y el flujo de créditos tiene un comportamiento procíclico: potencia los problemas del deudor y, en consecuencia, el riesgo de los propios prestamistas.

### Las calificaciones de riesgo y el equilibrio del sistema

La liberalización financiera y el desarrollo del mercado de bonos aumentaron la importancia de las calificaciones de riesgo de países y empresas que los inversores utilizan para evaluar a sus potenciales financiados y el riesgo de sus operaciones. En el mercado competitivo, la calidad de la calificación de riesgo es un elemento decisivo para una adecuada distribución de los recursos financieros y para la prevención de crisis. Pero el sistema de *ratings* de las calificadoras no es considerado completamente confiable. Afirma el BIS que "...hay una serie de razones para tener menos confianza en *ratings* de crédito soberano que en los *ratings* de las agencias para los bonos de las corporaciones de los Estados Unidos. Los estudios han mostrado que sustancialmente hay más divergencias entre las agencias en sus evaluaciones de riesgo crediticio para *sovereigns* de baja calidad que para créditos de baja calidad a corporaciones. Esto puede estar causado por la mayor incertidumbre en la medida de este tipo de riesgo debido a la subjetividad de muchos aspectos de la medición del riesgo soberano. Con los créditos soberanos los prestamistas no tienen la capacidad de forzar los pagos en las cortes, y los factores que afectan la disposición a pagar –como la estabilidad de las instituciones políticas, la cohesión económica y social y la integración en el sistema

económico mundial— son tan importantes como aquellas que afectan la solvencia o la capacidad para pagar...” (1999: 22).

Los errores de las calificadoras, sostiene el BIS, fueron muy evidentes durante la crisis asiática. Las mayores agencias subestimaron varios factores de riesgo en varios países.

El impacto de las calificaciones sobre las decisiones está distorsionado, además, porque los anuncios de calificación de riesgo de las agencias afectan los *spreads* del mercado. La influencia de las calificaciones dadas a conocer es mayor para los bonos soberanos por debajo del *investment-grade* (Cantor y Packer, 1996).

### **El poder y la resistencia al control**

Las dificultades para controlar al sistema financiero se deben, también, a la resistencia de los operadores del mercado. En esta categoría deben incluirse los operadores directos del sistema y las empresas del sector no financiero que tienen interés en la libre movilidad de capitales, por su asentamiento en diferentes mercados o porque, como sucede en las últimas décadas, obtienen parte de sus beneficios del manejo de su liquidez en operaciones financieras. La influencia de los poderes económicos y políticos fue decisiva en la formación del acuerdo de Bretton Woods (Block, 1989). Ahora, como explica Paul Volker, ex-titular de la Reserva Federal, “...una de las cuestiones planteadas en el Congreso hoy, como resultado de las fusiones recientes, es la presión política que se ejerce para debilitar las barreras tradicionales a las combinaciones de comercio y bancos...” (Clarín Económico, 17-5-1998). En los mercados emergentes, sostiene Mistry, “...los reguladores son cooptados por los jugadores del mercado y por los emisores para tolerar las prácticas de ocultamiento que son frecuentemente utilizadas para obtener ganancias para los propios operadores...” (1998: 96).

La globalización y liberalización del mercado financiero están acompañadas por una fuerte concentración, por lo que los fenómenos del mercado no se deben al libre juego de la competencia sino, también, a dominios de mercado y a acuerdos entre participantes. Sobre este punto, Sassen sostiene que “...La transformación del mercado global de capitales en un nuevo orden supranacional continúa rápidamente a pesar de la actual crisis de mercados. Las operaciones financieras nacionales están reduciéndose, y las orientadas internacionalmente están tomando su lugar. La globalización usualmente implica descentralización. Pero mientras la red internacional de centros financieros se expande, un sistema más reducido, dominado por un puñado de ciudades estratégicas se está desarrollando. A medida que las operaciones financieras se dispersan alrededor del mundo, sólo unas pocas ciudades tendrán los recursos para ser dominantes. Primeras entre ellas están Londres y Nueva York, con su enorme concentración de recursos y talentos. Esas dos conducirán las más críticas y complejas operaciones del futuro...” (1999: 75).

Agrega Sassen que "...los participantes del mercado frecuentemente pintan una pintura de competencia despiadada, lo que es sólo parcialmente correcto. En verdad, la relación es más compleja. Durante la ola de desregulación en los años '80, los tres grandes (Londres, Nueva York y Tokio) tenían todavía alguna división cooperativa del trabajo que continúa hoy con una especialización creciente. A pesar de toda la palabrería de amarga competencia, en los '80 estaba emergiendo un verdadero mercado global que estaba circulando capital a través de los centros financieros líderes antes de venderlo reempaquetado en el mercado doméstico. Desde que esa tendencia se intensificó en los '90, las alianzas estratégicas a través de las fronteras se multiplicaron entre firmas y mercados. La competencia coexiste con colaboración estratégica y jerarquía..." (1999: 81). Para este autor, los acuerdos estratégicos no reducen el peligro de la volatilidad. Pero sin duda aumentan la capacidad de los grandes agentes de defender su libertad de acción frente a gobiernos y reguladores.

### Discusión de opciones

Debido a la sucesión de crisis, los gobiernos, los organismos financieros internacionales y los teóricos se sumergieron en una amplia discusión sobre la calidad de las regulaciones y la necesidad de adecuarlas. Desde la ortodoxia (FMI y BIS) se subraya la necesidad de limitar las fallas de mercado mejorando la información, la transparencia, la posibilidad de medir las operaciones y sus riesgos. Se discute también la tensión entre la necesidad de contar con un prestamista de última instancia y la posibilidad de que las garantías estimulen las conductas riesgosas. Las proposiciones ortodoxas o cercanas a ellas no incluyen regulaciones directas sobre los fondos de coberturas porque son sólo una de las instituciones que recurren al apalancamiento. Sí se plantea la discusión sobre si los bancos centrales no deberían tener en cuenta las burbujas especulativas en su manejo de la liquidez (White, 2000). Se propone también una vuelta a la regulación de las tasas de interés (Hellman et al, 2000) y la coordinación macroeconómica entre los principales países (CEPAL, 1998; Eichengreen, 1999), establecer sistemas de calificación de entidades de supervisión financiera de acuerdo a estándares acordados internacionalmente, permitir controles de capital en los países emergentes (CEPAL, 1998), y gravar los movimientos de capital de corto plazo (Tasa Tobin, propuesta por ATTAC).

Uno de los aspectos que generan mayor discusión es, precisamente, el papel de los controles de capital. La posición ortodoxa es contraria a los controles considerando que aumentan el costo de financiamiento. Los defensores de los controles sostienen que ayudan a compatibilizar objetivos de política monetaria cuando el tipo de cambio es fijo o fuertemente controlado por el banco central (es decir, que no flota libremente). En esos casos, los objetivos son preservar la autonomía de la política monetaria para dirigirla hacia objetivos domésticos (por

ejemplo, impedir que el grado de liquidez sea determinado en forma exógena por los flujos de capital incontrolados) y preservar la estabilidad cambiaria, reduciendo presiones de demanda o de oferta sobre la moneda nacional. El FMI fue cambiando su posición en este punto adoptando iniciativas menos restrictivas. De hecho, en su *Informe Anual 1998*, el FMI recomienda la liberalización de los movimientos de capital como forma de promover la inversión y el crecimiento. Pero en forma gradual, en función de la situación de cada país.

Evaluando experiencias de liberalización, el Fondo reconoce que la liberalización necesita estar acompañada de sistemas financieros sólidos y de buena supervisión (1999[b]). Una de las lecciones más compartidas de la crisis es la necesidad de fortalecer los sistemas financieros y los sistemas de regulación y supervisión. El Banco Mundial (1998[a]) enfatiza el peligro que implica la liberalización poco cautelosa de los sistemas financieros. Según el Banco, cuando se observa una actitud de excesiva tendencia al endeudamiento privado y a la asunción de riesgos en un contexto de abundantes entradas de capital y sistemas financieros privados, es necesario adoptar planteamientos amplios. En muchos casos, ello obligará a aplicar tipos de cambio más flexibles, una política fiscal más estricta, una reglamentación financiera más apropiada y rigurosa y, en casos necesarios, restricciones a los flujos de capital. El objetivo de esas medidas será reducir los ingentes ingresos de capital y el repentino auge del crédito interno que suele preceder a las crisis financieras.

La experiencia más observada en este tema fue la de Chile, que estableció la exigencia de que los inversores de corto plazo mantuvieran depósitos no remunerados, con el propósito de desalentar ese tipo de operaciones. Según Edwards (1999), el sistema no contribuyó a aumentar el plazo medio de la deuda pero tampoco tuvo efecto sobre el tipo de cambio, y tuvo uno reducido sobre la tasa de interés. Pero sí habría contribuido a reducir las fluctuaciones del mercado de valores. De todos modos, los controles no evitaron que Chile sufriera consecuencias externas de la crisis de 1997 y, como derivación de la misma, fueron levantados para estimular el ingreso de capitales. Eichengreen (1999), por su parte, encuentra que en Chile los controles de capitales fueron efectivos. En una reunión realizada por el Council on Foreign Relations Task Force (1999) algunos miembros sostuvieron que el FMI debería recomendar a los países desalentar el ingreso de capitales de corto plazo como hizo Chile. Se señaló el efecto de la volatilidad en los tipos de cambio de las tres principales monedas, y que no será posible una reforma seria de la arquitectura financiera sin un acuerdo por tipos de cambio más estables<sup>2</sup>.

## **Orígenes de la vulnerabilidad**

Un punto crucial para definir remedios contra la vulnerabilidad es situar el origen de la misma. Los orígenes de la vulnerabilidad pueden ser externos, en

tanto están determinados por las condiciones del mercado financiero internacional, o internos, en la medida en que se originan en las conductas de los prestatarios. La aparición de nuevas fuentes de liquidez como los mercados de bonos puede considerarse como una reducción de la restricción financiera y una ampliación de la disponibilidad de financiamiento. Pero, por otra parte, los plazos del mercado de bonos son más cortos que el crédito bancario tradicional, por lo que son más volátiles. Además, las fluctuaciones de las cotizaciones de los bonos someten a los emisores a un escrutinio permanente.

La variación cotidiana de la cotización se considera una contribución al equilibrio del mercado porque es una explicitación del riesgo que representa el prestatario que proporciona información a los inversores, y estimula el disciplinamiento del prestatario. Pero la variación de las cotizaciones es, también, un elemento de incertidumbre en la medida en que modifica en forma continua el costo de financiamiento. Los mercados de bonos pueden experimentar, además, movimientos bruscos debido a reacciones no justificadas por las condiciones reales de los prestatarios y dar lugar, incluso, a crisis autogeneradas. Como producto de las transformaciones del mercado, las fuentes de financiamiento para la periferia también cambiaron, ganando importancia los financistas privados y, dentro de estos, los no bancarios.

Según los cálculos de la UNCTAD (1999), las entradas netas de capital a los países en desarrollo presentan las siguientes características:

- Los préstamos bancarios pasaron del 50% del total en 1975-1982, al 16% en 1983-1989, y al 24% en 1990-1998.
- La participación de las entradas de cartera creció aceleradamente desde un 3% en 1983-1989 al 21% en el último período.
- La inversión extranjera directa aumentó progresivamente desde un 9% del total en el primer período al 34% en el último.
- Los préstamos de origen privado pasaron de ser poco significativos en 1970 a representar el 20% en 1981. Cayeron abruptamente en los años siguientes: en 1984 hubo una salida neta de capital privado y luego el flujo volvió a aumentar hasta 1997. En 1996 y 1997 el ingreso de capital privado fue mayor que el de origen público, y en 1998 se reduce a una mínima expresión.
- Los préstamos de origen público crecen hasta 1983 cuando son el 65% del total, caen hasta 1989, luego oscilan y vuelven a aumentar fuertemente en 1998 y 1999 reflejando los programas de ayuda a países en crisis.

El aumento en la participación del financiamiento de fuentes privadas ha dado lugar a una mayor volatilidad, a pesar de la creciente importancia de la inversión directa. Según la UNCTAD (1999) la volatilidad de las corrientes de capital a corto plazo, medida por las variaciones de un año para otro, parece haber ido en aumen-

to en los últimos años. Una comparación del decenio de 1980 con el de 1990 de la desviación típica de los cambios porcentuales anuales en los mercados emergentes muestra que la volatilidad de las corrientes netas aumentó en nueve países.

En el período 1990-1998, según el FMI (1999[a]):

- El flujo más estable se encuentra en las inversiones directas. En 1998 aumentaron, aunque en forma reducida, aún en los cinco países asiáticos más afectados por la crisis (Indonesia, Corea, Malasia, Filipinas y Tailandia).
- El comportamiento más inestable se encuentra en los préstamos bancarios, que tienen un resultado neto negativo en tres años de la década del '90: en 1994, por el retiro de préstamos bancarios en Latinoamérica, Rusia y en otros países europeos, y en 1997 y 1998, por el retiro de los mercados ya citados más el retiro de los mercados asiáticos.

Según Griffith-Jones (1997) habría una “jerarquía de volatilidad”. Los fondos de pensión serían menos volátiles que los fondos mutuales y los fondos securitizados pueden ser más volátiles que los préstamos de mediano plazo de los bancos dado que el stock de flujos securitizados puede dejar un país en pocas horas, mientras que, en el caso de los préstamos de mediano plazo de los bancos, aún en una seria crisis como la crisis de la deuda de 1982, el stock de la deuda no puede dejar el país.

También existe una jerarquía de volatilidad, entre centro y periferia. En la periferia la volatilidad se ha convertido en una de las principales causas de crisis cambiarias, financieras y reales. La UNCTAD considera que “...una característica común de las recientes crisis financieras es que el gran incremento en ingresos de capital fue eventualmente revertido con una igualmente grande y rápida salida cuando las condiciones que crearon los ingresos se revirtieron o cuando los ingresos convirtieron a las condiciones y las políticas económicas domésticas en insustentables...” (1998: 57). Para Radelet y Sachs la base de la crisis asiática se encuentra también en el influjo de capitales externos vulnerables a los comportamientos de pánico, ya que las dificultades estructurales existentes no justificaban una crisis de la amplitud de la de 1997 (1998).

Según Krugman (1999), el problema no es la caída de precios o la depreciación del yen, porque los países asiáticos habían sufrido antes esos problemas sin consecuencias. Tampoco es el clientelismo o, en el caso coreano, la diversificación de los *chaebols* porque eso también había existido durante años de crecimiento. El factor que explica la crisis es la apertura financiera y el elevado ingreso de capitales. En estas condiciones, la pérdida de confianza en la economía genera salida de capitales y contagio a otras economías. Para Kaminsky y Reinhart (1996), las crisis bancarias están precedidas por el aumento de préstamo estimulado, a su vez, por liberalización financiera. Una consecuencia de las turbulencias financieras son los fuertes cambios en las cotizaciones de bonos de países periféricos. Por ejem-



plo, en sólo cuatro meses, entre junio y octubre de 1998, el diferencial de bonos emitidos internacionalmente por mercados emergentes aumentó vertiginosamente. Luego bajó, pero a mediados de 1999 todavía estaba por encima del nivel de un año antes: el de los bonos rusos pasó de 721 puntos básicos a 4.659; el de los indonesios, de 777 a 1.624 puntos básicos; el de los venezolanos, de 466 a 1.412; el de los brasileños, de 517 a 1.202; el de los argentinos, de 422 a 724; y el de los bonos mexicanos subió de 347 a 683 puntos básicos (UNCTAD, 1999).

Según el registro del FMI (2000), a partir de mediados de 1998 hay tres grandes aumentos de *spread* en los bonos de Brasil y Venezuela, que parten de los 500 puntos básicos y llegan a superar los 2.500 a principios de 1999. La volatilidad se refleja, también, en enormes fluctuaciones en las tasas de interés de corto plazo en los mercados afectados. En los países asiáticos la tasa pasó de rondar el 10% en los inicios de 1997, al 20% en Tailandia y al 25% en Corea y Filipinas. En Indonesia siguió subiendo en 1998 hasta llegar al 71% en setiembre. En México y Brasil hay variaciones de tasas entre el 20% y el 45% entre mediados de 1997 y mediados de 1999. En Chile aumenta de un 7% a un 15% entre fines de 1997 y mediados de 1998. En la Argentina las variaciones son menores pero igualmente importantes (FMI, 2000).

Las fuertes variaciones en las cotizaciones de los bonos y de las tasas de interés en los mercados locales implican movimientos similares en el costo de financiamiento para los sectores público y privado de los países, lo que inevitablemente tiene efectos negativos sobre la inversión y el consumo. Pero el fenómeno de la volatilidad crece también en los grandes mercados. White (2000) encuentra que en los mercados de valores de los países industriales no hay un aumento en la volatilidad si se miden las variaciones mensuales, pero sí cuando se consideran las variaciones diarias. El autor considera que las variaciones promedio pueden esconder variaciones de precios de valores capaces de generar serios daños en operadores individuales y, potencialmente, en el sistema financiero mismo.

Por otra parte, como sostiene Fernández-Arias (1994), la oferta de financiamiento externo para la periferia se mueve básicamente con relación al nivel de tasas de interés y al atractivo de las inversiones existente en los países centrales. Ese financiamiento depende, entonces, del nivel de la tasa de interés o de las oportunidades de inversión en el centro, por lo que tiene un comportamiento relativamente autónomo de la situación de los prestatarios actuales o potenciales fuera de ese círculo.

En el mismo sentido, Hopenhayn sostiene que existe una asimetría en la volatilidad de los flujos de capital porque, mientras que los países centrales cuentan con una oferta firme de préstamos e inversiones internacionales a plazos y tasas bastantes homogéneas, "...los países periféricos han debido hacer frente a una gran volatilidad en la disponibilidad de fondos. Esa volatilidad parece depender de los ciclos de la economía de los países centrales que, entre otras cosas, se traducen en los llamados ciclos de crédito..." que suelen, además, asumir la forma de shocks (1997: 16).

### **La responsabilidad doméstica**

La importancia de los factores externos no permite desmerecer el peso de las decisiones domésticas de endeudamiento y de aplicación de los capitales ingresados en la generación de la vulnerabilidad y la crisis. La experiencia de las últimas décadas muestra que muchos países alentaron el ingreso de capitales de corto y hasta de cortísimo plazo con la apertura de sus cuentas corrientes.

Un caso notorio es el de la Argentina. El programa económico de la última dictadura militar incluyó elementos como la Reforma Financiera de 1977, que liberalizó el mercado financiero y garantizó los depósitos en financieras bancarias y no bancarias, dispuso la apertura irrestricta a los movimientos de capital de corto plazo, y estableció una pauta de ajustes cambiarios destinada a garantizar la previsibilidad del tipo de cambio. También existía, muy probablemente, la expectativa de los operadores de que el estado asistiría a los eventuales grandes damnificados del juego especulativo, lo que efectivamente sucedió a partir de 1982 con la estatización de la deuda externa privada. La conjunción de estos elementos estimuló los comportamientos especulativos, el endeudamiento externo y la fuga de capitales. A partir de 1991, el gobierno argentino estableció medidas que volvieron a promover el endeudamiento externo. El marco general es el sistema de convertibilidad y la liberalización al ingreso y egreso de capitales. En este contexto se produjo una acumulación de déficits en el sector público, financiados parcialmente con deuda externa y un crecimiento del endeudamiento del sector privado. Por otra parte, tanto en México como en Brasil, en los momentos previos a las crisis de 1995 y de 1999, el sector público incurrió en un endeudamiento acelerado e insostenible en el largo plazo.

En la historia de la crisis asiática, las responsabilidades domésticas fueron meticulosamente estudiadas. La mayoría de los países abrieron su cuenta capital y facilitaron el endeudamiento externo sin disponer regulaciones y requisitos prudenciales adecuados, lo que determinó la fragilidad de los sistemas financieros locales. En países como Malasia o Corea, la absorción de créditos estaba estimulada por los proyectos de crecimiento oficiales o de las grandes empresas. Pero tanto en esos países como en otros, el clientelismo y las firmes presunciones de que el gobierno auxiliaría a eventuales fallidos permitieron que los bancos locales prestaran sin tener en cuenta los riesgos. Esto facilitó el financiamiento de burbujas especulativas en bienes inmobiliarios y en los mercados de valores con préstamos de corto plazo. Además, antes de comenzar la apertura, la mayoría de los países asiáticos tenía una elevada tasa de ahorro interno y superávit en cuenta corriente, por lo que no necesitaban estimular el ingreso de capitales. Por lo tanto, la apertura puede haberse debido más a las presiones de los países centrales, interesados en colocar crédito en los mercados financieros emergentes, que a las necesidades reales de financiamiento de las economías.

La debilidad en la regulación de los sistemas financieros locales y el clientelismo son considerados factores cruciales en la generación de la crisis asiática. En

los países asiáticos en crisis, en la mayor parte de los casos los fondos del exterior habían sido tomados por bancos locales a plazos cada vez más cortos. A fines de 1996, más de la mitad de los pasivos de la región eran a corto plazo. La relación entre pasivos de corto plazo y reservas, generalmente usada como indicador de fragilidad financiera, estaba por encima del 100% en Corea, Indonesia y Tailandia.

Según Mishkin (1999) hay dos razones de por qué hubo una excesiva toma de riesgo después de la liberalización financiera en Asia oriental. La primera es que los *managers* de las instituciones bancarias frecuentemente carecen de la capacidad para manejar riesgo adecuadamente cuando las nuevas oportunidades de préstamos aparecieron luego de la liberalización. En adición al rápido crecimiento del préstamo, las instituciones bancarias no podían agregar el capital gerencial necesario (oficiales bien entrenados, sistemas de evaluación de riesgo, etc.) con la suficiente rapidez para habilitar a esas instituciones para evaluar y monitorear esos nuevos préstamos apropiadamente.

Por otra parte, la falta de transparencia y la inseguridad jurídica de los sistemas basados en las relaciones entre financieras y empresas, o entre éstas y los gobiernos, distorsionan los sistemas de precios y generan incertidumbre sobre el futuro de las inversiones, lo que contribuye a reducir los plazos de las mismas. Como afirman Raghuram y Zinagales (citados por Geoffrom), "...no teniendo ni el poder, que es la moneda de cambio en los sistemas basados en las relaciones personales, ni las salvaguardas contractuales que son esenciales en un sistema formal, los inversores externos se protegieron manteniendo despejadas las puertas de salida. Un inesperado shock negativo los encaminó hacia esas salidas..." (1999).

La necesidad de regulación de los sistemas es particularmente importante en los países emergentes y en transición porque allí los intermediarios y los mercados carecen de un número de elementos estabilizadores que son centrales para la forma en que funcionan los sistemas bancarios en los países industriales avanzados. Para Stiglitz (1999), en la crisis asiática el problema no fue la excesiva intervención del estado sino la falta de intervención gubernamental, la subvaloración por el gobierno de la importancia de la regulación financiera. La intervención gubernamental, considera el autor, es fundamental para garantizar la solidez del sistema financiero, y ésta lo es para movilizar el ahorro y asignar eficientemente el capital.

Por el contrario, en los países avanzados hay una variedad más amplia de mercados e instituciones financieras y un nivel mayor de competencia que contribuye a mejorar la eficiencia de las instituciones. Sin embargo, los déficits de supervisión y regulación también se producen en países avanzados. "...Hemos visto (sostuvo el presidente de la Reserva Federal de Nueva York) numerosos ejemplos del daño potencial para el sistema financiero y para la economía real en general, cuando la desregulación y la innovación no son acompañadas por suficiente atención por los supervisores oficiales y el mercado. En los Estados Unidos, el ejemplo más notable fue la crisis de las casas de ahorro y préstamo..." (McDonough, 1997: 5).

## **Conclusiones**

- Las preocupaciones de reguladores y gobiernos por el crecimiento de actividades especulativas y de los riesgos inherentes a ellas no se traducen en regulaciones o modificaciones sistémicas sustanciales, como controles de flujos de capitales o de tasas de interés en los mercados domésticos.
- Por otra parte, en el escenario internacional seguirán imperando condiciones que estimulan el arbitraje: los movimientos diferenciales de tasas de interés entre mercados, fluctuaciones de tipos de cambio y variaciones de precios de *commodities* significativas como el petróleo.
- Por eso, todo indica que las tendencias imperantes en el mercado en lo que se refiere al crecimiento de actividades especulativas y de instituciones involucradas en ellas se mantendrán en el futuro previsible, salvo que alguna crisis importante dé lugar a un replanteo radical de la organización financiera. El propio Banco Mundial (2000) reconoce que en el futuro se mantendrán los flujos especulativos y las diferencias en marcos jurídicos e institucionales que habrán de exacerbar los efectos de la información asimétrica y los comportamientos de rebaño de los prestamistas.
- De aquí se deduce, a su vez, que los riesgos sistémicos y la vulnerabilidad financiera de los países periféricos se mantendrá o agravará.

Este escenario refuerza la necesidad de políticas preventivas como los controles de capital de corto plazo. Los controles y regulaciones de una economía chica que necesita financiamiento externo no pueden desconocer la lógica de decisión de los inversores. Pero debe tenerse en cuenta que las regulaciones, incluidos controles de tasas de interés y de mercado cambiario, no desalientan la inversión cuando la economía real ofrece condiciones atractivas. China es quizá el ejemplo extremo, pero también podría señalarse el caso de Brasil.

- La volatilidad y difusión de operaciones de riesgo en el mercado financiero internacional genera un ambiente restrictivo, especialmente para las economías menores, porque crea costos elevados cuando los operadores del mercado evalúan que la economía es riesgosa. Esta situación puede lamentarse pero no ignorarse y refuerza una cuestión que no siempre es suficientemente subrayada: el control de la vulnerabilidad externa requiere que los agentes internos, públicos o privados, no incurran en endeudamientos insustentables o monten sistemas capaces de dar lugar a burbujas especulativas financieras o en el sector real. Tanto las reiteradas experiencias latinoamericanas como la asiática muestran que las crisis de endeudamiento o cambiarias no pueden explicarse sólo por las condiciones imperantes en el mercado internacional y que, por lo tanto, los países tienen una responsabilidad en la reducción de riesgo financiero.

## Bibliografía

- Baily, Martin; Diana Farrell y Susan Lund 2000 "The Color of Hot Money", en *Foreign Affairs* March/April.
- Banco Mundial 1998[a] *Global Economics Prospects 1998/99* (Washington)
- Banco Mundial 1998[b] *East Asia: The road to recovery* (Washington).
- Banco Mundial 2000 *Global Finance 2000* (Washington).
- BIS 1999 *Supervisory Lessons To Be Drawn From The Asian Crisis* (Nueva York: Basel Committee on Banking Supervision) Working Papers N° 2, June.
- Block, Fred 1989 *Los orígenes del desorden económico internacional* (México: Fondo de Cultura Económica).
- Cantor, Richard y Frank Packer 1996 "Determinants and Impact of Sovereign Credit Ratings", en *Economic Policy Review* (Nueva York: Federal Reserve Bank) Octubre.
- CEPAL 1998 "Declaración sobre la crisis financiera internacional", en *Pano - rama de la Economía Internacional* N°1, Octubre.
- Council of Foreign Relations Task Force 1999 "The Future of International Financial Architecture", en *Foreign Affairs* November/December.
- Davlin, Robert; Ricardo French Davis y Stephany Griffith-Jones 1995 "Repunte de las corrientes de capital y el desarrollo", en French-Davis, R. y S. Griffith-Jones (comps.) *Las nuevas corrientes financieras hacia la América Latina* (Chile: Fondo de Cultura Económica).
- Edwards, Sebastian 1999 "How Effective are Capital Controls?", en *Journal of Economic Perspectives*.
- Eichengreen, Barry 1999 *Toward a New International Financial Architecture* (Washington: Institute for International Economics).
- Fernández-Arias, Eduardo 1994 *The New Wave of Private Capital Inflows. Push or Pull?* (Nueva York: World Bank Policy Research) Working Paper N° 1312, June.
- FMI 1999[a] International capital markets.
- FMI 1999[b] *Country experiences with the use and liberalization of capital controls* (Monetary and Exchange Affairs Department) Advance copy.
- FMI 2000 *World Economic Outlook* April.
- Geoffrom, Patrice 1999 *Corrosion financiere* March.

Griffith-Jones, Stephany 1998 "Regulatory challenges for source countries of surges in capital flows", en Teunissen, F. J. (editor) *The Policy Challenges of Global Financial Integration* (FONDAD-The Hage).

Hellmann, Thomas; Kevin Murdock y Joseph Stiglitz 2000 "Liberalization, moral hazard in banking and prudential regulation: are capital requirements enough?", en *The American Economic Review* March.

Hopenhayn, Benjamín 1997 *La globalización financiera* Mimeo, Marzo.

Hufbauer, Gary Clyde y Erica Wada 1999 *Hazards and precautions: tales of international finance* (Institute for International Economics) September.

Kaminsky, Graciela y Carmen Reinhart 1996 The twin crises: the causes of banking and balance-of-payments problems (Board of Governors of the Federal Reserve System) International Finance Discussion Papers N° 544, March.

Krugman, Paul 1999 *De vuelta a la economía de la Gran Depresión* (Buenos Aires).

Lelart, Michel 1998-1999 "Le Fond Monétaire International et la crise asiatique", en *Techniques financières & développement* N° 53-54, Decembre-Mars.

McDonough, William 1997 "The Changing Role of Supervision", en *1997 Annual Report* (New York: Federal Reserve Bank).

Mishkin, Frederic 1999 *Lessons from the asian crisis* (NBER) Working paper N° 7102, April.

Mistry, Percy 1998 "The challenges of financial globalisation", en Teunissen, F. J. (editor) *The Policy Challenges of Global Financial Integration* (FONDAD-The Hage).

OCDE 2000 *Economic Outlook* N° 67, June

Radelet, Steven y Jeffrey Sachs 1998 *The onset of the East Asian financial crisis* (National Bureau of Economic Research) Working paper, August.

Rogoff, Kenneth 1999 "International institutions for reducing global financial instability", en *Journal of economic perspectives* Fall.

Sassen, Saskia 1999 "Global Financial Centers", en *Foreign Affairs* January/February.

Scholes, Myron 2000 "Crisis and risk management", en *The American Economic Review* May.

Stiglitz, Joseph 1999 "What have we learned from the recent crises: implications for banking regulation", en <www.worldbank.org> (Chicago) May 6.

UNCTAD 1998 *Trade and Development Report*.

---

UNCTAD 1999 *Trade and Development Report*.

White, William 2000 *What Have We Learned From Recent Financial Crises and Policy Responses?* (BIS) Working papers N° 84, January.

## **Notas**

1 Sobre la responsabilidad de los bancos en la crisis asiática, ver Corsetti et al (1998).

2 Exposiciones de esos análisis y de las proposiciones para regular el sistema en Eichengreen (1999), Rogoff (1999) y White (2000).



---

## *Sujetos y movimientos para otra mundialización*

Julio Gambina\*

**E**s evidente que la crisis capitalista de mediados de los años '70 promovió una serie de modificaciones en el funcionamiento de la economía en el ámbito mundial. La necesidad de encontrar rentabilidad para los capitales excedentes motorizó una serie de presiones para reducir o directamente eliminar barreras a la circulación internacional de mercancías y particularmente de dinero. Desde la verificación en la caída de la tasa de ganancias en la segunda parte de los '60 y la crisis financiera manifestada con la inconvertibilidad del dólar en 1971 y el reciclaje de los petrodólares derivados de la crisis energética-petrolera durante esa década, la situación de la economía mundial se ha tornado inestable y ha alentado un movimiento gigantesco de acumulación de capitales a partir de la circulación de dinero.

La inestabilidad se ha expresado de diversas formas y adquirió relevancia sobre el final de la década del '90 con los detonantes en México, en 1994; Asia, en 1997; Rusia, en 1998; Brasil, en 1999; y, más recientemente, en Estados Unidos en el año 2000, poniendo en duda la extensión del ciclo largo de crecimiento por el que atraviesa la propia economía norteamericana. Pese a los elementos de crisis registrados en Nueva York, las señales que se derivan de ese mercado de concentración de capitales (Wall Street, Nasdaq) influyen decididamente en cualquier recinto de negociación en el ámbito mundial. Más aún en aquellos países

---

\* Integrante del Grupo de Economía Internacional de CLACSO y coordinador del Comité de Coordinación de ATTAC-Argentina.

que vinculan subordinadamente su actividad económica al área de influencia del dólar. América Latina es una de esas regiones. Se trata de una aseveración que pone en cuestión la capacidad de decisión soberana de las naciones y que consolida la imagen que afirma la tendencia a la mundialización.

Y no se trata de cualquier mundialización, sino de un proceso que tiene su epicentro en la circulación de dinero por canales lubricados con base en la moderna tecnología del satélite, el cable, la red Internet y la computación. Se estima que la circulación diaria de dinero alcanza ente 1,5 y 2 billones diarios. Son montos muy elevados con relación a la circulación de bienes y mucho mayores al crecimiento de la producción mundial. Entre mediados de los '70 y los '90, la exportación de bienes y servicios pasó del 12% al 17% del PBI mundial, con un multiplicador de entre 2 y 3; el flujo mundial de Inversión Extranjera Directa pasó de 28.000 millones de dólares a 318.000 millones, con un multiplicador mayor a 10; en el mismo período el intercambio diario en los mercados de cambios pasó de 15.000 millones de dólares a 1,3 billones, con un multiplicador de casi 90.

La aceleración del volumen de operaciones y la extensión de mercados en la última década del siglo XX se vincula a la desarticulación del bloque socialista en el este de Europa y a la generalización de políticas de ajuste estructural y apertura y liberalización económica en América Latina, Asia, Africa y en la propia Europa del Este. Esa dinámica de la economía empujó una presión política por desregular los mercados, abrir las economías locales y organizar un soporte jurídico que asegure las inversiones en el ámbito mundial. En ese espíritu actuaron sobre los gobiernos los organismos financieros internacionales y los distintos foros de articulación de las políticas de los países más desarrollados, como el G7 o la OCDE. Por eso no sorprende que en este último ámbito se trabajara secretamente el abortado AMI (Acuerdo Multilateral de Inversiones), que era un verdadero código de impunidad para dar seguridad jurídica a las inversiones internacionales. Dichas aspiraciones se procesan hoy en la burocracia de la OMC.

América Latina ha sido tributaria de estas políticas mediante el endeudamiento externo, proceso impulsado en los años '90 al amparo de las políticas enunciadas en el Consenso de Washington. El flujo internacional de inversiones ha sido también muy importante en estos años, constituyéndose en una región privilegiada para el destino de las inversiones. Endeudamiento e inversiones en crecimiento han servido en la región para consolidar un cuadro extendido de desigualdad, extensión de la pobreza y concentración de la riqueza.

### **¿Crisis o regulación?**

El cuadro de crisis en el capitalismo pone en discusión el orden que se ha ido construyendo en el mundo en el último cuarto de siglo. Es destacable que este he-

cho evidente no resulta sólo de analizar las variables de la economía, sino de la visibilidad del problema logrado por la extensión de protestas globales de diferentes movimientos populares y que hacen eclosión en los principales centros financieros y del poder económico en Europa y Estados Unidos. En toda esa variedad organizada del movimiento social aparecen reivindicaciones que rechazan la invasión de productos transgénicos, el costo social derivado del pago de las deudas de los países y la impunidad de los inversores y corporaciones transnacionales. No se trata de demandas locales, ya que su resolución exige el reordenamiento de las reglas en escala global y representan la intervención de una variable, la lucha popular, que incide habitualmente en las tendencias de la valorización de los capitales, pero que habitualmente es ocultada. La protesta social requiere ser acallada o escondida, como forma de aminorar el potencial riesgo del inversor.

Entre muchas consignas y propuestas se destaca el rescate de la Tax Tobin, ya que afecta al núcleo crítico de la forma actual que asume la acumulación: el movimiento internacional de capitales. El economista James Tobin elevó su proposición cuando aún no se había alcanzado el gigantesco festival que se avizora actualmente en las transacciones de dinero. De la propuesta original a la que se asume en nuestros días, mucho menor, y del orden del 0,1% sobre las operaciones de cambio, se estima una posible recaudación de entre 100.000 y 200.000 millones de dólares por año. Cifras suficientes para atender cuantiosas necesidades de los sectores más empobrecidos en todo el mundo. Se trata de una medida fiscal que pareciendo simple agrega complejidad a la situación actual, ya que implica obstaculizar la esencialidad del funcionamiento de la economía capitalista.

Originalmente pensada para regular el incipiente movimiento internacional de capitales, hoy se plantea como un obstáculo a la principal forma de acumulación. La estimulación a la circulación internacional de dinero inducida por la oferta mundial de empresas estatales, el lavado de dinero, los paraísos fiscales, el contrabando, el negociado con armas y drogas, la administración de fondos de pensión, los mercados a futuro, sumados todos ellos a la especulación inmobiliaria, comercial y financiera, han significado en su desarrollo una estructura del poder económico mundial que requiere la profundización del entramado jurídico, político e ideológico para su sostenimiento. Al mismo tiempo, ello ha sido posible sobre la base de condenar a millones de personas a la sempiterna explotación bajo diversas formas de la marginación, desde la pérdida del empleo a las formas más crueles de la indigencia. El acrecentamiento de la brecha de ingresos elimina masivamente estratos del consumo y recrea la búsqueda mundial de mercados solventes, elevando las exigencias de una competitividad que demanda una veloz carrera por disminuir costos de producción. De ese modo, el salario en primer lugar y los gastos sociales del estado en segundo, disminuyen para favorecer la meta rentable de los capitales mundializados.

La continuidad del mecanismo que asume hoy la rentabilidad condena a las recurrentes crisis de valorización. Sin capacidad de estabilizar el ciclo de acumulación

y de reproducir el sistema de valorización y de dominación con consenso social, la respuesta es crecientemente la represión, asumida tanto por los estados nacionales como por el propio sistema de empresas y los “mercados” propiamente dichos. La tendencia general a la disminución del salario se explica por la presión ejercida de un gigantesco ejército de reserva, poblado por informales, desempleados y subempleados, precarios y flexibilizados. Por eso, la contracara de la eterna crisis es la obstaculización de la “norma” de funcionamiento del capitalismo. El establecimiento de un impuesto al movimiento internacional de capitales actúa en ese sentido.

Se trata de una medida que debe aplicarse en el ámbito de cada país, de zonas o regiones y, por supuesto, a escala mundial. La voluntad nacional es imprescindible para instalarla en un conjunto de países. Es difícil que el Mercosur o Latinoamérica asuman la Tax Tobin si no existe fuerte decisión de impulsarla en alguno o algunos de los países de la región. Menos posible aún extenderla a otras regiones si no se consolida una presión internacional. Algunos países en Europa (Francia) o en América (Canadá) lograron discutir parlamentariamente el tema y, de ese modo, han contribuido a su instalación en la agenda de discusión. El tema llegó al Parlamento Europeo. El éxito legislativo es escaso y, sin embargo, la instalación del tema en la agenda de discusión constituye un mérito no menor.

## **Propuesta y masividad articulada**

Con la masividad de la crítica callejera hacia el FMI, el BM y las políticas hegemónicas aplicadas en casi todo el mundo, la oferta de una propuesta concreta para empezar a desarmar el orden constituido y generar a la vez recursos para resolver demandas sociales insatisfechas aparece como una expectativa para pensar un mundo diferente. Insistimos en la articulación de una propuesta y la masividad movilizada, por ser una mezcla disociada en los últimos años ante la pérdida de un imaginario popular que por décadas estuvo sostenido en la idea del socialismo. Los años ‘90 nos llevaron más atrás de 1910, para colocarnos más cerca del escepticismo de la larga noche sin esperanza de la sociedad del atraso, el feudo y la esclavitud.

La experiencia de construcción de la nueva sociedad durante el siglo que se va tuvo molde nacional. Es que el tiempo histórico de la misma se desarrolló en un tiempo de excepción que se manifestó como privilegio a las políticas de desarrollo fronteras adentro. La ruptura de las barreras nacionales, tendencia que se afirma más allá del proteccionismo en los países capitalistas más desarrollados, devuelve al capitalismo a su expansión internacional y recrea las antiguas aspiraciones de pensar a la humanidad integralmente. Ello impone desatar el nudo que ata la mundialización a la satisfacción de riquezas, ganancia y poder de una porción minoritaria de la población mundial y generar un orden social que atienda la satisfacción de las necesidades sociales insatisfechas.

La propuesta de una Tax Tobin que asume la red ATTAC (Asociación por una Tax Tobin de Ayuda al Ciudadano), surgida en Francia hace escasamente dos años (junio de 1998) y extendida por todo el mundo (en Argentina desde 1999), es el comienzo de un programa de reestructuración de la economía mundial que se suma a las demandas contra el pago de la deuda externa en los países del llamado Tercer Mundo, contra los paraísos fiscales y el lavado de dinero y las diversas formas que asume la especulación capitalista de nuestros tiempos. ATTAC se propone como una organización de estudios y movilización, para conocer la realidad y transformarla. Reconoce una amplitud plural en su conformación, conteniendo en su seno a todos aquellos que aprueben sus declaraciones y plataformas, aunque entre sus integrantes convivan expectativas diversas sobre los alcances de dicha organización y sus contenidos.

ATTAC contiene desde las aspiraciones contra la especulación y por una reforma al capitalismo, hasta quienes sostiene un proyecto anticapitalista y por el socialismo. Si eso puede generar contradicciones a futuro, sólo puede ser revelado por la historia. Lo importante es constituir sujetos que, comprendiendo la realidad de concentración, explotación y exclusión del capitalismo realmente existente, hayan decidido profundizar los estudios del tiempo contemporáneo y generar las condiciones sociales y políticas para su transformación. Alguna vez dijimos que el mayor mérito de la hegemonía política instalada en el último cuarto de siglo apuntó a desarticular sujetos, y por ello reconstituirlos pasa por ser una tarea estratégica. Claro que ello no niega múltiples ámbitos de constitución de sujetos en el movimiento social y político, en el sindicato y en el partido político. Simplemente aludimos a una forma que se ha generalizado en los últimos tiempos y que aún resulta prematuro identificar, y donde ATTAC es sólo uno de los movimientos globales entre tantos que se manifiestan desde Seattle a Washington, desde París a Ginebra, o desde Río, pasando por Santiago de Chile, Montevideo, Rosario o Buenos Aires.

### **Programa para otra mundialización**

Pensar en términos alternativos pasa por construir una subjetividad que reclame un nuevo orden mundial y que recupere la soberanía de los pueblos. Alguien sostuvo la oportunidad de rescatar la negatividad como paso necesario para instalar una cultura “pro” o “a favor de”. Partiendo del “no” es que se deben obstaculizar, frenar y eliminar todos los mecanismos y formas que asume el funcionamiento de la sociedad contemporánea. Eso apunta al sistema de decisiones internacionales que hoy expresan el G7 y los organismos financieros internacionales. Promover la aplicación de una regulación al movimiento internacional de los capitales al estilo del Impuesto Tobin apunta en ese sentido. Es una propuesta a favor de un tributo para negar la continuidad del esquema actual de producción si-

multánea de ostentación y riqueza por un lado, y de explotación, miseria y exclusión por el otro. La reestructuración sugerida en el sistema de decisiones en el ámbito mundial reconoce como antecedentes la práctica social cada vez más extendida de las contra-cumbres y la multiplicidad de reuniones de articulación de demandas de movimientos diversos y programas similares.

Entre los asuntos concretos que contiene un programa mundial de reivindicaciones de los pueblos se encuentran las cuestiones de clase, de género y de minorías, medioambientales y culturales. Tienen que ver con la demanda de empleo y mejoras de ingresos, la satisfacción de la educación, la salud y la vivienda para todos. Hablan de la anulación de las deudas externas y del cumplimiento con las deudas sociales internas, entre otros, de la infancia, la mujer y la vejez, de los trabajadores y todos los afectados por la crisis y el modo de valorización actual del capital. ¿Es posible obtener recursos para satisfacer una demanda que contenga a los dos tercios de la población mundial? Queremos insistir en que con el Impuesto Tobin puede contarse inicialmente con una importante suma. A ello deben adicionarse otras formas del control sobre el poder económico, y entre ellas se destaca la propuesta de bregar por una tributación que afecte los ingresos de las corporaciones transnacionales por el conjunto de sus operaciones, con indiferencia del territorio en que pudieron haberlas obtenido.

Es cierto que ambas propuestas fiscales reconocen una dificultad, que se concentra en quién asume la responsabilidad de la recaudación y de la asignación de los fondos. Para ser coherentes con nuestros planteos debe asumirse que no existe actualmente ese ámbito y que el mismo debe construirse. No puede quedar en manos del sistema internacional en su actual configuración, porque ha demostrado ser un instrumento de la ingeniería de poder económico mundial existente. Ni el FMI, ni el BM y menos la OMC pueden atribuirse el papel de agentes de recaudación y distribución de los impuestos sugeridos y otras iniciativas de confrontación con el poder, siendo necesario continuar el camino de los múltiples encuentros y cumbres alternativas que puedan abrir paso a un sistema de consultas y toma de decisiones para una mundialización que rescate la soberanía de los pueblos y asegure condiciones de vida dignas.